全球每周简报

欧洲防火墙扩容不足

负面市场情绪连续第二周加强，这主要由欧洲周边国家主权债务息差扩大和这种现象延伸到银行体系导致。

意大利和西班牙的风险溢价上升本周已经被广为报道。2 年期的意大利和西班牙国债对德国国债的收益率利差分别扩大 43bp 和 7bp，而 10 年期的分别扩大 16bp 和 11bp。财务紧张已经蔓延至荷兰，该国的 CDS 本周提高 8bp。最后，本周权益市场经历了大幅下行。在这样的市场表现背后，是对实施结构改革和在衰退环境中完成财政目标以及劳工改革的社会反应这些因素的持续担忧。

欧元区的经济展望，包括对私人部门的银行借贷，依旧十分脆弱

- 欧元区的经济信心仍然在低位，从 2 月的 94.5 到 3 月的 94.4，几乎没有什么变化。工业部门的信心从-5.7 显著下降至-7.2，而服务业的表现更好，其指数从-0.9 升至-0.3。从德国经济数据反映出的弱势加强了对欧洲经济前景的担忧。
- 周三发布的 2 月货币供应数据显示，对私人部门的银行借贷增长和今年早些时候相比，放缓至 0.7%，1 月该信贷数据增长了 1.1%，且未经修正。特别是，2 月对非金融企业的银行借贷增长从 1 月的 0.7%放缓至 0.4%。而对家庭的借贷增长为 1.2%，几无改变，上个月该数据为 1.3%。同时，M3 的年增长率从 1 月的 2.5%提高至 2 月的 2.8%。
- 欧洲央行的数据也显示，货币金融机构(Monetary Financial Institutions, 简称 MFI)对政府证券的购买在上个月扩大了 480 亿欧元。西班牙和意大利的银行是主权债的最大购买者。意大利的银行对欧元区政府发行的证券的持有提高幅度达创纪录的 230 亿欧元，而西班牙的银行持有增加了可观的 157 亿欧元（这个上升幅度小于 1 月创纪录的 230 亿欧元）。由于从上一次 LTRO（2 月 29 日拍卖；3 月 1 日交收）获得的流动性仍未反映在该月数据中，2 月份债券购买的速度相对 1 月有所减缓但有可能会在 3 月进一步上升（并且有可能会重新加速）。这些数据反映欧洲央行史无前例的流动性注入还没有到达企业、家庭，也就是说，实体经济。
- 在这样的背景下，欧洲央行官员在近期的言论中强调政府必须着手处理危机的根源，给未来（常规或不常规）的货币宽松留下很小的空间。这不是欧洲央行论调的改变，在上一次的货币政策会议上，马里奥·德拉吉(Mario Draghi)非常清楚，欧洲央行已经尽其所能地处理危机。欧洲央行会议预告：我们预计下周的会议上不会有任何变化。我们认为欧洲央行的鸽派味道将会减少，为长期的等待观察期铺路。在 3 年期 LTRO 之后，欧洲央行不会再下调利率，并随着“球现在回到了政府这边”，将维持非标准措施。就在本周，德拉吉先生强调了这一意见称，现在的稳定给政府提供了机会窗口“加快努力巩固财政、促进就业和提高竞争力”。其他官员也表示进一步的宽松不大可能，LTROs“只不过是购买时间的一个手段”。现在欧洲央行不会进一步采取措施已变得更加明确，而期待政府向可持续的解决方案前进，要求“问题从根源得到处理”。

加强欧洲防火墙：欧元区提高有效借贷能力至 5000 亿欧元

- 欧元区财政部长已经同意将借贷能力提高至 5000 亿欧元。欧元集团同意 ESM 的放贷规模和 EFSF 已有的 2000 亿欧元合并。新的借贷规模将从 2012 年 7 月 1 日生效并永久存在。欧元集团选择了欧盟委员会之前考虑的备选方案中最保守的（见 3 月 26 日简报）。不过，在 2013 年年中之前的过渡时期，EFSF 也许能参与到新救助计划中，以确保 5000 亿欧元新放贷规模的完整和持续。另外，ESM 的支付将会加速，使其在 2014 年中之前能全部分配。这些都是和 ESM 协议不冲突的，所以不需要另外作更改。考虑到其他可能的备选方案和对欧洲债务危机仍然存在的担忧，期待已久的欧元集团加强防火墙的决定令人失望。由于救助计划中的国家和其他（更大的）周边国家的不确定性，足额的 ESM 有效放贷规模（5000 亿欧元）不足以安抚市场。况且，G20 成员国可能将这一措施视为维持现状，因此，今天的公告也许将不能提高 IMF 资源。
- 西班牙中央政府今日公布了 2012 年预算案，其中包括了削减相当于 GDP2.5%的开支的举措，这使得即使经济如预期的恶化，中央政府也将达到 2012 年的预算目标（占 GDP 的 3.5%， 2011 年为 GDP 的 5.1%）。大约一半的赤字削减来自增加税收和其他收入。政策组合包括了已经实施的提高所得税，和新公布的公司税减免幅度下调。这些措施的预期收入和政府宣称的经济情景相符。在年底政府整体赤字目标的达成将非常依赖于地方政府赤字的调整，地方政府整体应该采取和中央政府今天公布的减赤计划相对类似的措施。今天公布的预算案中没有帮助地方政府的提法，说明了它们只能自己承担自主调整的成本。新预算稳定法案和中央政府的工具将成为其达到目标的关键。

宏观数据成为聚光灯中心：本周美国和中国的经济数据均差于预期

- 作为对美国 QE3 仍为离开台面的提醒，美联储主席重点提到了对近期劳动力市场改善的持续性和近期经济指标的担忧。伯南克称经济需要更快的增长从而更为显著的改善劳动力市场状况，这要得到“持续的”调节的“支持”。当然，这些评论对风险资产构成支持但同时也将经济数据带回到我们的关注中。并且，本周的美国经济数据不如之前几周那么强劲，这肯定了伯南克的谨慎判断。3 月消费者信心下滑（从 2 月获上修的 71.6 降至 70.2），里士满联邦储备银行制造业指标暴跌至 7 个点（从前期的 20，并远低于市场调查的 18），核心资本货物的新增订单在 1 月至 2 月比去年第 4 季度下降了 6.3%。
- 同时，来自中国的经济消息继续传递着增速下滑的不确定。关于这方面，继上周弱于预期的中国 PMI 预览值后，本周我们看到 2012 年前两个月中国的工业利润出现了下降。继 2011 年上升 25.4%后，2012 年 1-2 月，中国规模以上工业利润同比下降 5.2%。下降主要归因于国有企业和外资企业，而私营企业利润（占总利润约 1/3）上升了 24.4%。结果加强了我们对下个月货币政策的宽松预期。
- 油价上升同样引起了对全球前景的担忧。从 3 月中旬开始，口头行动已经开始。在这方面，沙特阿拉伯石油大臣称高油价是“不正当的”，并承诺如果有必要，该国将提高产量最多 25%。随后，本周有消息称美国、英国、法国和日本采取共同行动释放原油储备。这些事件打压了本周的原油价格，WTI(西德州中级原油)下降 3.2%至 103.5 美元，Brent 下降 1.6%至 123.1 美元。以我们的观点，出于地缘政治风险溢价持续，油价最有可能的情况是，在上半年维持在略高于 120 美元每桶的水平，并且向上风险偏大。经济和通胀预计不会受到显著的影响，除非伊朗发生大规模军事行动引发风险状况。
- 下周，欧洲央行委员会将在 4 月 4 日召开会议，同一天，西班牙将发售国债。此外，投资者还将关注中国制造业 PMI 和美国 3 月非农就业数据。

经济日历：指标

欧元区：失业率（2 月，4 月 2 日）

预测：10.8%	市场调查：10.8%	前期：10.7%

预计 2 月失业率将从 1 月的 10.7%升至 10.8%，并因此将延续自 2011 年中以来的上升趋势。失业率在上个月上修后，较 2011 年中累计升幅已达 0.7 个百分点。尽管近期数据显示经济将在今年早些时候失速，失业率将比经济活动的变化有滞后，而欧元区危机拖而不决将给未来需求预期带来压力，进而影响企业雇佣意愿，根据信心调查，这些都将对未来造成影响，虽然速度会更缓和一些。所有这些数据都给短期内劳动力市场的恶化提供了进一步证据。

欧元区：零售额（2 月，4 月 4 日）

预测：0.0%（月度环比）	市场调查：0.1%	前期：0.3%

零售数据在上个月小幅上升后，预计 2 月将持平。这一预测意味着截至 2 月的零售数据将比 2011 年第 4 季度环比下降 0.1%，去年底 4 季度该数据大幅下降了 0.8%。此外，消费者信心在第 1 季度小幅改善，但还是显著低于长期平均水平。这些数据说明私人消费不会有 2011 年第 4 季度那么大幅的下降，但受其影响因素恶化的作用，2012 年初家庭消费依旧疲弱，包括，失业率上升，通胀稳定在同比 2.6%。虽然零售数据有反复，家庭支出偏于正向的信号可归因于第 1 季度预期的 GDP 停滞，因为私人消费增长率不会低于季度的经济增长（2011 年第 4 季度为-0.2%）。

美国：供应管理协会（ISM）制造业指数（3 月，3 月 2 日）

预测：52.5	市场调查：53.5	前期：52.4

ISM 制造业指数在 2 月出现四个月以来首次下降后，预计 3 月会小幅上升。指数仍将维持在 50 荣枯分界线以上，显示该部门继续扩张，只不过是速度略微放慢。大多组成部分在 2 月出现了下跌，包括新增订单和产出，不过新出口订单的增加说明欧洲方面带来的影响似乎正在消退。地方联储对三月的制造业调查结果好坏不一，显示了该月新增订单的进一步放缓。

美国：非农就业数据和失业率（3 月 6 日）

预测：20 万，8.3%	市场调查：21.5 万，8.3%	前期：22.7 万，8.3%

近几个月就业数据均好于预期，不过我们预计在 3 月显著的改善不会持续。首次失业救济金申领在 3 月稳步下降，不过下降速度不如 2 月。并且，近期的消费者信心报告显示出了复杂的就业展望，对工作机会可得性的观点小幅恶化，对未来收入的看法也变得更加悲观。制造业的调查结果显示雇用数量上升，而其他一些调查反映了平均周工作时间的缩短。最后，我们预期非农就业数据的上升幅度不足以对失业率的下降产生影响。

市场数据

				Close	Weekly change	Monthly change	Annual change
Interest rates	(changes in bps)	US	3-month Libor rate	0.47	-1	-2	17
			2-yr yield	0.34	-2	4	-46
			10-yr yield	2.15	-8	18	-129
		EMU	3-month Euribor rate	0.78	-3	-20	-47
			2-yr yield	0.22	-2	3	-160
			10-yr yield	1.80	-6	-2	-157
Exchange rates	(changes in %)	Europe	Dollar-Euro	1.334	0.5	-0.2	-6.3
			Pound-Euro	0.83	-0.2	-0.4	-5.5
			Swiss Franc-Euro	1.20	0.0	-0.1	-8.4
		America	Argentina (peso-dollar)	4.38	0.2	0.4	7.9
			Brazil (real-dollar)	1.82	0.6	6.1	13.3
			Colombia (peso-dollar)	1792	1.8	1.4	-3.1
			Chile (peso-dollar)	490	0.2	2.2	2.9
			Mexico (peso-dollar)	12.78	0.2	-0.1	7.9
			Peru (Nuevo sol-dollar)	2.67	0.0	-0.3	-4.9
		Asia	Japan (Yen-Dollar)	82.11	-0.3	1.4	-2.3
			Korea (KRW-Dollar)	1133.10	-0.2	1.3	3.8
			Australia (AUD-Dollar)	1.040	-0.7	-3.5	0.1
Comm.	(chg %)		Brent oil ($/b)	122.9	-1.8	0.2	3.5
			Gold ($/ounce)	1662.2	-0.1	-3.5	16.5
			Base metals	542.7	0.1	-1.2	-13.2
Stock markets	(changes in %)	Euro	Ibex 35	7928	-4.3	-6.4	-26.1
			EuroStoxx 50	2465	-2.4	-1.9	-16.8
		America	USA (S&P 500)	1403	0.4	2.8	5.3
			Argentina (Merval)	2659	-2.0	0.4	-23.4
			Brazil (Bovespa)	64872	-1.4	-1.4	-6.3
			Colombia (IGBC)	15155	1.3	1.5	5.5
			Chile (IGPA)	22123	0.8	2.7	-0.5
			Mexico (CPI)	39125	2.1	3.5	3.6
			Peru (General Lima)	23335	1.7	2.7	8.2
			Venezuela (IBC)	199719	6.4	34.2	184.0
		Asia	Nikkei225	10084	0.7	3.7	3.9
			HSI	20556	-0.5	-5.2	-13.6
Credit	(changes in bps)	Ind.	Itraxx Main	126	8	-3	28
			Itraxx Xover	619	19	50	245
		Sovereign risk	CDS Germany	76	2	-3	32
			CDS Portugal	1095	-104	-80	525
			CDS Spain	436	5	68	218
			CDS USA	30	0	-6	---
			CDS Emerging	246	7	-5	46
			CDS Argentina	842	88	8	267
			CDS Brazil	122	1	-19	11
			CDS Colombia	109	0	-21	1
			CDS Chile	91	1	-6	29
			CDS Mexico	118	2	-19	15
			CDS Peru	123	2	-24	-16

来源：Bloomberg 及 datastream

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com
+34 91 374 44 32

Cristina Varela Donoso
cvarela@bbva.com
+34 91 537 7825

Javier Amador Díaz
javier.amadord@bbva.com
+34 91 374 31 61

María Martínez Álvarez

Felipe Insunza

+34 91 537 66 83

+34 91 537 76 80

欧洲
Agustín García
agustin.garcia@bbva.com
+34 91 3747938

美国
Kim Fraser
kim.fraser@bbvacompass.com
+1 713.881.0655

亚洲
Fielding Chen
fielding.chen@bbva.com.hk
+852 2582 3297

BBVA RESEARCH | Castellana 81, Floor 7, 28046 Madrid | Tel.: +34 91 374 60 00 | www.bbvaresearch.com

免责声明

由西班牙对外银行编制本文件及其中所述的信息、意见、估计和建议，并向其客户提供有关发布报告日期的一般信息，其中内容变动无须事先通知。因此，如有内容变动或更新西班牙对外银行无需承担事先必须通知客户的责任。

本文件及其内容并不构成要约、邀请或恳请购买或订购任何有价证券或其它票据、着手或撤销投资。本文件或其内容都不构成无论何种性质的任何契约、承诺或决定的依据。

阅读本文件的投资者应知悉：因为编制本报告时并未将投资者的具体投资目标、财务状况或风险状况考虑在内，因此本文件所涉及的有价证券、票据或投资可能不适合每位投资者。因此，投资者作出各自投资决定时应考虑前述情况，如有必要，还应获得该等专业建议。本文件内容基于通过可视为可靠来源获得而为公众所知悉的信息。但是，西班牙对外银行并未对该等信息进行独立核实，因此不对该等信息的准确性、完整性或正确性作出任何担保，无论明示或暗示。由于使用本文件或其内容而导致产生任何类型的直接或间接损失，西班牙对外银行不承担任何责任。投资者应注意：有价证券或票据的过往表现、投资的历史结果并不对未来表现提供任何保证。

有价证券或票据的市场价格、投资结果可能产生不利于投资者权益的波动。投资者应深知：他们甚至有可能面临投资亏损。对期权、期货、有价证券或高收益证券所作的交易具有高风险，并非适合每位投资者。确实，有一些投资的潜在损失可能超过最初投资金额，在该等情形之下，可能要求投资者支付更多金钱以弥补亏损。因此，在着手进行有关票据的任何交易之前，投资者应该知悉其操作以及同一标的股票相关权利、义务和风险。投资者还应知悉：前述票据的二级市场可能受限或根本不存在。

西班牙对外银行或其任何附属机构及其各自主管与员工可能直接或间接持有本文件或任何其它相关文件中所涉及的任何有价证券或票据，在适用法律允许的范围内，他们可能在其账户或第三方账户中对该等有价证券进行交易，向前述有价证券或票据发行方、相关公司或其股东、主管或员工提供咨询或其它服务，或在公布本报告之前或之后享有前述有价证券、票据或相关投资之上的权益或执行相关交易。

西班牙对外银行或其任何附属机构的销售人员、交易员和其它专业人士可以向其客户提供口头或书面市场评论或交易策略，其中所反映的意见可能与本文件所述意见相反。另外，西班牙对外银行或其任何附属机构的自营交易和投资业务可以作出与本文件所述建议不一致的投资决策。未经西班牙对外银行事先书面同意，不得（1）通过其它任何方式或以其它任何形式复制、复印或复写；（2）重新分配；或（3）引用本文件中任何部分。如果法律禁止，则不得向任何国家（或个人或机构）中任何个人或机构复印、传播、散布或提供本报告中任何部分。未能遵守前述限制性规定，即违反了相关适用法律。

在英国，仅可向《财务服务及市场条例2000(财务推广)2001命令》所描述的个人提供本文件，不得直接或间接向其它任何个人或机构交付或散布本文件。特别地，仅能够并针对如下个人或机构交付本文件：（1）英国以外的个人或机构；（2）具有如2001法令第19(5)条所述投资相关专业知识的个人或机构；（3）高资本净值机构以及2001法令第49(1)条所规定的可合法向之披露本文件内容的其它任何个人或机构。

与本报告的分析师和作者相关的薪酬制度基于多重准则，包括财政年度内西班牙对外银行获得的收益以及西班牙对外银行集团的间接收益，其中包括通过投资银行业务产生的收益，但是他们不获得基于投资银行任何具体交易所产生收益的任何薪酬。

“西班牙对外银行以及西班牙对外银行集团中的任何其它机构并非纽约证券交易所或全美证券交易商协会的成员，不必遵守影响该等成员的披露原则。“西班牙对外银行应遵守西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则，其中包括防止和避免与既定等级利益冲突的原则以及信息壁垒原则。访问如下网址：www.bbva.com/Corporate Governance，可了解有关西班牙对外银行集团适用证券市场运作的行动守则的信息。”